



# 业绩持续性超预期，CDMO优势明显 前景广阔

2017年04月23日

强烈推荐/上调

凯莱英

财报点评

## ——凯莱英（002821）2017一季报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

### 事件:

凯莱英发布 2017 年一季度报告，2017 年一季度实现营业收入 2.90 亿，同比增长 55.40%；实现归属上市公司股东净利润 4647.31 万元，同比增长 49.50%；归属上市公司股东扣除非经常损益的净利润 4647.32 万元，同比增长 43.04%。

公司 1-6 月经营情况预计：归属上市公司股东净利润 1.34 亿-1.6 亿，增长 50%-80%（2016 年 1-6 月归属上市公司净利润 8902 万元）。

### 观点:

#### 1、一二季度业绩高增速持续超预期，CDMO优势显现

公司一季度实现营业收入 2.90 亿，同比增长 55.40%；实现归属上市公司股东净利润 4647.31 万元，同比增长 49.50%。上半年预计归母净利润 1.34-1.6 亿，增速 50-80%，上半年业绩持续性超市场预期。我们认为主要有以下几点原因：

- ◆ 前期临床阶段项目集中进入商业化带来的收入端呈现爆发性增长
- ◆ 培南类项目恢复性增长
- ◆ 定制研发业务方面技术优势带来了丰富的客户资源项目储备
- ◆ CDMO 业务承接的项目已覆盖至新药原料药全链条，并向更深、更高侧层次延伸，承接了更多高附加值的项目，使公司的业务规模不断扩大

**财务方面：**公司销售费用率 3.16%，较去年同期（4.03%）下降 0.87pp，管理费用率 19.78%，较去年同期（21.74%）下降 1.96pp，费用控制情况良好，体现了 CMO 与客户关系稳定后费用率下降的优势。

## 2、开局良好，且后劲十足

公司一季度业绩接近 50%，上半年预增 50-80%，持续性超预期，2017 开局良好。展望 2017，公司业绩后劲十足，有望持续超预期。

公司于 2017 年 4 月 19 日公告，全资子公司 Asymchem, Inc. 与美国某大型制药公司签订了《长期商业供货协议》，协议期限为 5 年，协议总金额约为 9977 万美元。合同供货时间为自 2017 年 1 月 1 日起至 2021 年 12 月 31 日止。此长期商业供货协议是交易双方更深一步的合作，进一步巩固公司的长期合作伙伴关系的体现、进一步增强了公司的客户资源和竞争优势。我们认为未来深度合作的长期大合同将会越来越多。

2017 年公司全年业绩有望超过 40% 并超额完成股权激励指标 (25% 增速)，基于以下几点原因

- ◆ 2016 年新进入商业化阶段的项目 (新型丙肝复方药物和慢性淋巴细胞白血病药物) 终端还处于快速放量期，高增速有望保持。
- ◆ 签署长期供货协议，平均每年金额接近 2000 万美金，对营收和利润的稳定性带来一定保障
- ◆ 培南类项目恢复性增长恢复到 2015 年水平，为业绩提供一定弹性，是业绩重要支撑部分之一。
- ◆ 基于公司目前 CDMO 技术的优越性，公司将承接更多高附加值的项目，扩大业务规模。

### 结论：

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.57 亿元、4.98 亿元、7.09 亿元，增长分别为 41.12%、39.74%、42.30%。EPS 分别为 3.10 元、4.33 元、6.16 元，对应 PE 分别为 42x, 30x, 21x。我们认为公司是技术推动型的国内 CMO 龙头企业，大客户已经逐步稳定，信任度逐渐提高，后续项目储备也已形成，受益于国内 MAH 制度的持续推进。未来几年公司有望随着商业化项目的增多业绩呈现高速增长，且股权激励充分调动员工积极性，后劲十足。基于公司日常重大合同落地，我们认为公司业绩确定性更高，未来三年收入增速有望超过 30%，业绩符合增速有望达 40%，上调盈利预测，给予“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

新药项目上市低于预期，客户变动风险

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	666	1645	1878	2439	3214	<b>营业收入</b>	831	1103	1473	1938	2596
货币资金	265	1084	1226	1598	2106	<b>营业成本</b>	430	534	703	908	1200
应收账款	212	295	283	372	498	营业税金及附加	12	16	21	27	36
其他应收款	6	4	6	8	11	营业费用	37	43	52	66	80
预付款项	18	9	9	10	10	管理费用	172	213	265	337	431
存货	129	219	249	322	426	财务费用	-17	-23	0	0	0
其他流动资产	7	35	28	28	28	资产减值损失	-0.34	3.33	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	605	800	762	723	681	公允价值变动收益	0.07	-0.01	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.79	-2.28	0.00	0.00	0.00
固定资产	471	492	461	443	443	<b>营业利润</b>	200	315	433	600	848
无形资产	65	64	58	51	45	营业外收入	10.41	10.67	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	24	24	24	24	营业外支出	11.32	0.13	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1272	2445	2640	3162	3895	<b>利润总额</b>	200	325	443	610	858
<b>流动负债合计</b>	237	504	427	500	604	所得税	30	50	66	91	129
短期借款	80	186	0	0	0	<b>净利润</b>	170	276	377	518	729
应付账款	109	139	171	221	293	少数股东损益	16	23	20	20	20
预收款项	2	109	109	109	110	归属母公司净利润	154	253	357	498	709
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	300	417	471	639	889
<b>非流动负债合计</b>	98	108	56	56	56	<b>BPS (元)</b>	1.71	2.75	3.10	4.33	6.16
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	334	612	484	556	660	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	56	79	99	119	139	营业收入增长	15.97%	32.82%	33.54%	31.56%	33.94%
实收资本(或股本)	90	113	115	115	115	营业利润增长	65.34%	57.10%	37.54%	38.49%	41.35%
资本公积	356	981	981	981	981	归属于母公司净利润	50.84%	64.60%	41.12%	39.74%	42.30%
未分配利润	423	632	907	1290	1837	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	881	1754	2058	2487	3096	毛利率(%)	48.22%	51.60%	52.30%	53.15%	53.76%
<b>负债和所有者权益</b>	1272	2445	2640	3162	3895	净利率(%)	20.43%	24.98%	25.57%	26.75%	28.09%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	12.08%	10.34%	13.51%	15.76%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	17.42%	14.41%	17.33%	20.04%	22.90%
<b>经营活动现金流</b>	257	278	431	442	607	<b>偿债能力</b>					
净利润	170	276	377	518	729	资产负债率(%)	26%	25%	18%	18%	17%
折旧摊销	117	125	0	39	41	流动比率	2.82	3.27	4.40	4.88	5.32
财务费用	-17	-23	0	0	0	速动比率	2.27	2.83	3.81	4.23	4.62
应收账款减少	0	0	12	-89	-126	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.71	0.59	0.58	0.67	0.74
<b>投资活动现金流</b>	-141	-200	0	0	0	应收账款周转率	4	4	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.59	8.91	9.50	9.87	10.10
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	3	-2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.71	2.75	3.10	4.33	6.16
<b>筹资活动现金流</b>	-13	682	-288	-70	-99	每股净现金流(最新)	1.15	6.74	1.24	3.23	4.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	9.79	15.54	17.89	21.61	26.91
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	23	2	0	0	P/E	76.27	47.43	42.08	30.11	21.16
资本公积增加	0	624	0	0	0	P/B	13.32	8.39	7.29	6.04	4.85
<b>现金净增加额</b>	103	761	142	372	507	EV/EBITDA	38.56	33.15	29.28	20.98	14.51

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

### 胡偌碧

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。北京大学医学部分子药理学博士, 和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。